

ALEXANDRE GREUEL RAMON

GRAU DE INVESTIMENTO E AS PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA  
BRASILEIRA: UMA ANÁLISE À LUZ DA EXPERIÊNCIA DE OUTROS PAÍSES

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da  
Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito  
obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientadora: Dr Elizabete Simão Flausino

FLORIANÓPOLIS, 2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO

Esta monografia foi julgada adequada e a banca examinadora resolveu atribuir a nota 7,5 ao aluno Alexandre GReuel Ramon na disciplina CNM 5420 – Monografia.

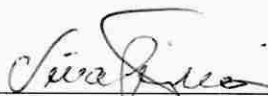
Banca examinadora:



Prof. Dr. Elizabete Simão Flausino  
Orientadora



Prof. Newton Carneiro A. da Costa Guimarães



Prof. Vivian Gouveia Moreira da Silva

Florianópolis, 2008.

RAMON, Alexandre Greuel. **Grau de investimento e as perspectivas para a economia brasileira**: uma análise à luz da experiência de outros países. Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

## **RESUMO**

O presente trabalho trata das perspectivas do Brasil em virtude do recebimento da classificação de risco de grau de investimento pelas principais agências de risco do mercado. Não possui a intenção, contudo de realizar uma previsão de situações futuras, mas sim de um estudo sobre a experiência de alguns países que recentemente receberam o grau de investimento e como este afetou em suas economias. De posse destas informações traça-se um panorama da economia brasileira, englobando dados macroeconômicos comprobatórios da estabilidade alcançada, de modo que se possa compreender os traços gerais do motivo de obtenção do grau de investimento pelo Brasil. Este trabalho traz ainda a metodologia de classificação de risco das economias como complemento para que se possa diferenciar a posição que o país ocupa atualmente, com a que o país ocupou no passado.

**Palavras Chave:** Grau de Investimento, Agências de Risco, Estabilidade Econômica

## SUMÁRIO

### CAPITULO I

1.1 Introdução .....	07
1.2 Objetivos.....	10
1.2.1 Geral.....	10
1.2.2 Específicos.....	10
1.3 Metodologia.....	11

### CAPÍTULO II

2 Revisão da Literatura.....	12
2.1 Definição de Mercado de Capitais.....	12
2.2 A Liquidez e a Divisão dos Mercados.....	13
2.3 O Mercados de Capitais e as Empresas.....	15
2.4 O Mercado de Capitais e os Investidores.....	19

### CAPÍTULO III

3. Grau de Investimento.....	23
3.1 Grau de Investimento: um selo de confiança do mercado.....	23
3.2 Risco de Crédito Corporativo X Risco Soberano .....	26
3.3 O processo de <i>Rating</i> e a Indicação do Nível de Risco .....	27
3.4 O Brasil e o Grau de Investimento.....	30
3.5 Grau de Investimento: Recomendação e Críticas das Agências .....	32

### CAPÍTULO IV

4. A Experiência de Outros Países e as Perspectivas para o Brasil.....	39
4.1 A experiência de países que recentemente também obtiveram o Grau de Investimento .....	39
4.2 Perspectivas para o Brasil após o Grau de Investimento .....	42

### CAPÍTULO V

5. Conclusão e Recomendações.....	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49
ANEXOS.....	51

## LISTA DE GRÁFICOS, TABELAS E QUADROS

### GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação dos Investidores no Volume Financeiro Total da Bovespa%.....	20
Gráfico 2 – Volume Financeiro x Número de Negócios em Média Diária.....	21
Gráfico 3 – Estoque da dívida pública interna do Governo Federal em mercado (em R\$ Milhões).....	34
Gráfico 4 – Dívida xterna Líquida (em U\$ milhões) .....	35
Gráfico 5 – Reservas Internacionais (em milhões U\$).....	36
Gráfico 6 – Estudo comparativo do comportamento do Investimento Estrangeiro Direto.....	40
Gráfico 7 – Bolsas de valores outros países.....	41
Gráfico 8 – Investimento Estrangeiro Direto Brasil (jan - ago/07 – jan - ago/08).....	43
Gráfico 9 – IBOVESPA semanal (jan/2002-out/2008).....	44

### TABELAS

Tabela 1 – Capitalização bursátil das empresas listadas em bolsa.....	19
Tabela 2 – Tabela de aplicação de risco.....	30

### QUADROS

Quadro 1 – Critérios para classificação de <i>rating</i> .....	27
Quadro 2 – Histórico do <i>rating</i> brasileiro – escala Fitch.....	31
Quadro 3 – Data de <i>upgrade</i> dos países.....	39

## CAPÍTULO I

### **1.1 Introdução**

De acordo com as informações da Bolsa de Valores de São Paulo (2007) o volume total negociado por ano na bolsa, vem crescendo expressivamente desde o ano 2002, sendo que em 2007 já havia ultrapassado a casa de 1 trilhão de reais em movimentação financeira, com um crescimento médio anual no período de 300%<sup>1</sup>. Tal liquidez é resultado do crescimento do mercado de capitais brasileiro, o qual tem reiterado de forma ativa sua importância para a sociedade. Esta fase de desenvolvimento do mercado de capitais é fruto da confiança de investidores para com o mercado e com a economia brasileira, que têm rendido ótimos resultados a seus seguidores. O reconhecimento deste crescimento, do volume de negociações e financeiro no mercado de capitais brasileiro identificado nos últimos tempos, será novamente abordado no Capítulo 2, abordando-se sua importância para a economia.

Com o grau de investimento, o Brasil passa a ser incluído em um seleto grupo de países, que possuem grande influência sobre os fluxos de investimento estrangeiros. Contudo, como se pode perceber, a economia mundial iniciou em meados do ano de 2008 uma fase delicada, causada pela crise do crédito imobiliário americano e pelo choque de commodities, que geraram toda uma interferência na economia mundial. Períodos como estes são historicamente conhecidos como momentos de redução da liquidez e sempre geraram fortes impactos na economia brasileira, porém há uma expectativa de que o Brasil atravesse, desta vez, a crise externa com relativa estabilidade, assegurada por um alto nível de reserva externa e por uma política de controle da inflação rigorosa. A crise do *sub-prime* que se deu pela falta de liquidez nas operações de crédito imobiliário, foi causada por um efeito de recuada neste tipo de investimento nos Estados Unidos, em virtude do aumento do risco de calote. O Brasil, que também teve sua economia afetada por este aumento da incerteza no cenário externo, cujos efeitos podem ser percebidos através dos reflexos no gráfico do IBOVESPA, é mais uma vez colocado à prova sob a necessidade de controle da inflação e estabilidade de sua economia. É esperado que o grau de investimento possa trazer

---

<sup>1</sup> site Bovespa – dados em valor de mercado

mais investimentos para o país e que com isso, seja possível continuar com o virtuoso ciclo de crescimento que vinha sendo mantido, de forma a melhorar ainda mais os fundamentos da economia. Conforme discurso de Guido Mantega na homenagem da Bovespa ao presidente Lula pelo recebimento do grau de investimento soberano brasileiro ocorrido em 16/06/2008, “antigamente quando havia um resfriado nos Estados Unidos da América (EUA), ele se tornava uma pneumonia aqui no Brasil, hoje diante de uma pneumonia nos EUA, nós pegamos um pequeno resfriado”.

O Ministro Guido Mantega faz alusão, neste discurso, ao desafio que se põe ao Brasil, de enfrentar conjuntamente uma crise financeira internacional e um forte choque de commodities. Tendo sido o país coroado com o grau de investimento em meio a uma crise externa, resta a pergunta dos benefícios que este pode trazer ao Brasil. Esta é uma questão que se buscará trabalhar ao longo desta monografia

O grau de investimento funciona como um reconhecimento pelas políticas econômica, monetária e fiscal, conduzidas pelo governo brasileiro, que têm manifestado claramente seus resultados na economia. O governo, ainda segundo Mantega (2008), está muito focado no combate a inflação, porém sem abortar o crescimento econômico, um compromisso que deverá ser medido daqui para frente, segundo o mesmo, “quando o país sofria choques de petróleo, ou uma crise de commodities, uma onda inflacionária varria o Brasil e éramos levados à estagnação”.

Por reunir atualmente condições que não haviam no passado, diante de uma crise desta natureza, é que o Brasil consegue almejar atravessar esta fase com mais tranquilidade. A conjuntura, em consonância com o processo de crescimento do mercado de capitais, propiciou que o IBOVESPA, principal índice da BOVESPA baseado nas principais ações negociadas, viesse desde 2002 obtendo expressivo desempenho, tendo em vista, a mudança econômica causada pela política do ex-Presidente Fernando Henrique Cardoso. Sua valorização está relacionada ao crescimento das empresas brasileiras e ao volume financeiro negociado na bolsa de valores que tem apresentado trajetória expressiva de crescimento nos últimos tempos. Através desta ótica pretende-se expor o crescimento auferido pelo mercado de capitais, relacionando com os investimentos estrangeiros e comparando com o volume e número de negócios, de modo a verificar seus fundamentos.

Recentemente, a BOVESPA e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BMF), principais bolsas de valores brasileiras, se fundiram, formando a BMFBOVESPA – A

Nova Bolsa<sup>2</sup>, de modo a somar esforços na promoção do mercado financeiro e de capitais brasileiro, tanto no exterior, demonstrando a solidez deste mercado, como no mercado interno, criando novas soluções e popularizando ainda mais seu acesso. Com a fusão a Nova Bolsa tornou-se a terceira maior bolsa do mundo e a segunda maior bolsa das Américas em valor de mercado, consolidando assim uma posição estratégica para o projeto de desenvolvimento de seu mercado de capitais.

Dentro deste contexto, o presente trabalho se propõe a analisar, o auspicioso período do mercado de capitais brasileiro, que se iniciou no ano de 2002 e que culminou no grau de investimento em 16/06/2008, data esta de concessão da nota pela primeira agência. Ao longo deste trabalho serão analisados os determinantes do grau de investimento, cuja classificação representa um marco para a história do mercado financeiro e de capitais brasileiro. Serão ainda identificados possíveis impactos do grau de investimento sobre a economia real, em virtude do movimento que se revelou no IBOVESPA na data da concessão da nota pela Standard & Poors (S&P)<sup>3</sup>, quando o país foi incluído pela primeira vez na classe de países de investimento seguro. Contudo, esta nota não garante nenhum nível de tranquilidade ou turbulência que o país possa sofrer em virtude desta crise que se instaura no cenário externo. Assim, este trabalho pretende identificar e analisar à luz da experiência de outros países, quais os cenários que se apresentam ao Brasil e os possíveis reflexos na economia através desta nova classificação de risco.

---

<sup>2</sup> O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprovou sem restrições, em 09 de julho, o Ato de Concentração nº 08012.005300/2008-13, referente à integração das atividades da BM&F e Bovespa Holding.

<sup>3</sup> Standard & Poors é uma das principais agências classificadoras de risco de economias soberanas, cujos relatórios sobre o nível de credibilidade da economia dos países possui interferência no comportamento dos investidores em geral. As outras duas principais agências são a Fitch e a Moody's



## **1.2 Objetivos da Pesquisa**

### **1.2.1 Geral**

Analisar a experiência do grau de investimento de um grupo de países, seus reflexos sobre o Investimento Direto Externo (IDE) e sobre a Bolsa de Valores.

### **1.2.2 Específicos**

- Analisar impactos do grau de investimento na economia;
- Analisar os impactos que o grau de investimento pode causar no mercado de capitais (para os investidores e para as empresas);
- Analisar a evolução do IBOVESPA
- Verificar os variados níveis de grau de investimento e quais as possibilidades de manutenção ou crescimento do Brasil dentro desta escala;
- Verificar o impacto do grau de investimento no mercado de capitais de outros países e criar uma relação com a economia brasileira;
- Verificar os fatores que contribuíram para o Brasil alcançar o grau de investimento.

### 1.3 Metodologia

Este trabalho é uma pesquisa descritiva, pois tem como objetivo primordial a descrição das características de um determinado fenômeno, ou seja, da chegada do Brasil ao grau de investimento.

A metodologia utilizada para execução desta monografia foi a de método histórico de investigação. Este método acompanha o comportamento de determinada realidade, investigando-se paralelamente e levantando-se as determinantes que podem ter influenciado o objeto do estudo. Segundo Gomes (2001):

O método histórico consiste em analisar todas as etapas da constituição, desenvolvimento e formação dos fenômenos ou processos em estudo. Ao analisar a ordem e as causas do aparecimento de um dado sistema econômico, da passagem de um modo de produção anterior a um novo modo de produção, torna-se viável explicar a especificidade e originalidade de cada situação econômica e compreender com maior profundidade as leis detectadas pela análise lógica.

Desta maneira, pretende-se analisar os determinantes que culminaram no grau de investimento para o país e que se apresenta como uma nova fase para a economia brasileira.

Os meios utilizados para o estudo e coleta de dados e informações foram: livros, internet, artigos de revista e jornais.

A análise está centrada na Bovespa, pois de acordo com a integração das bolsas de 2002, todas as negociações de ações do país foram transferidas para a Bovespa.

## CAPÍTULO II

### **2. Revisão da Literatura**

#### **2.1 Definição de Mercado de Capitais**

O mercado de capitais surgiu nos tempos antigos na forma das feiras mercantis, de uma maneira muito mais simples e menos organizada, mas que chega aos tempos modernos com expressiva abrangência, conectando todas as economias mundiais numa só rede. A forma de organização do mercado de capitais é o que existe de mais próximo do “mercado perfeito” auto-regulatório da Teoria Clássica de Adam Smith. Este mercado, apesar de algumas imperfeições, possui destacado papel para a sociedade, gerando poupança e riqueza através do desenvolvimento das empresas. A sua importância para o desenvolvimento sustentável, passa pelo crescimento da renda per capita, do investimento, do PIB, potencializando o desenvolvimento das empresas e por conseguinte sua competitividade internacional. Neste mundo globalizado, o mercado de capitais atua como um fomentador do progresso, disponibilizando tecnologia de ponta em avançadas ferramentas de análise e de acompanhamento de preços como o *home broker*, criando assim um espaço propício à efetivação do investimento e com capacidade de interação em qualquer parte do mundo. A todo o momento são negociados neste mercado os títulos das empresas, contratos futuros de commodities, câmbio, entre tantos outros produtos do mercado financeiro, porém esta não é uma instituição própria para a contratação de financiamentos. Este é um erro que comumente se faz ao definir as responsabilidades do mercado de capitais e mercado financeiro. Apesar de as empresas efetuarem também a captação de recursos no mercado de capitais, isto não configura um financiamento (*leasing*), quando os acionistas compram as ações, automaticamente tornam-se sócios do empreendimento, não havendo obrigações. Os bancos por sua vez, atuam como credores de financiamentos, o que revela a principal diferença da relação existente entre os dois mercados.

O mercado de capitais atua na intermediação dos fluxos financeiros entre empresas, acionistas e investidores, onde as Bolsas de Valores não buscam uma participação direta sobre os investimentos e os agentes podem negociar livremente. “Os mercados financeiros, como os mercados de títulos e de ações, são importantes na

canalização de fundos de pessoas que não têm um uso produtivo para eles, para aqueles que o têm...” MISHKIN, 2000 (p.03).

O mercado financeiro e de capitais, entende-se com isso, assumem função organizadora das transações financeiras e seu desenvolvimento é de vital importância para o crescimento da economia. Uma das principais funções do mercado de capitais é a geração de poupança para os investidores, que quanto maior, mais é potencializado, criando, assim, crescentes oportunidades para a economia.

## **2.2 A Liquidez e a Divisão dos Mercados**

No mercado de capitais são transacionados todos os tipos de valores mobiliários<sup>4</sup>, devendo ser efetuado rígido controle das custódias para manutenção da organização deste mercado, que no Brasil ocorrem dentro da CBLC (Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia). Um mercado de capitais considerado desenvolvido deve ser sempre auto-regulado de modo que a iniciativa privada possa prevalecer e se afirmar com seus investimentos, retro alimentando assim o ciclo de crescimento da economia. O ciclo econômico do investimento descreve a interferência do investimento na economia, que termina por estimular vários outros importantes índices agregados condicionantes do crescimento de um país, tais como renda e consumo, que incrementam a demanda e pressionam a produção. Desta maneira, o crescimento do investimento, torna-se peça fundamental de crescimento das bolsas de valores, estimulando sua expressão e volume. O investimento potencializa o mercado de capitais como um todo, expandindo sua quantidade de operações, de empresas com capital aberto e volume negociado, tornando-se mais atrativa a investidores quanto maior sua estabilidade e tamanho. Assim, os mercados mundiais se diferenciam uns dos outros por suas operações e volume, por sua tecnologia e atratividade de negócios, oferecendo variados níveis de oportunidade e confiabilidade aos seus investidores.

No mercado de capitais, diferentemente do mercado financeiro, como explicado anteriormente, obtém-se participação no investimento através da cota-parte, tornando-se um sócio. Para tornar-se sócio de grandes empresas como Petrobrás e Vale do Rio Doce, basta comprar cotas frações destas empresas nas bolsas de valores. A participação

---

4 Para se entender os variados tipos de operações financeiras, consultar MISHKIN, Frederic S. Moedas, Bancos e Mercados Financeiros. Editora LTC, 2000 (p. 213)

em assembleias, porém, já não é para todos os investidores, somente para aqueles que possuem quantidade significativa de cotas da empresa. Para a abertura de capitais de uma empresa na Bolsa de Valores é necessário que sejam seguidas várias exigências contratuais determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, onde são abordados a transparência, padrões de confecção dos balanços, prestação de contas e divulgação de informações entre outras tantas exigências necessárias, que visam a fornecer maior confiabilidade ao investidor. O investidor pode comprar estas ações em mercado primário ou secundário, comprando novas emissões de ações das empresas, ou simplesmente comprando as que já estão em negociação. No mercado primário o investidor compra estas ações diretamente da empresa, que através do lançamento, capta os recursos necessários para execução de seus projetos. No secundário, contudo, compra-se dos investidores que desejam desfazerem-se de seus ativos por algum motivo. Se os bancos fossem os credores de todos os investimentos efetuados pelas empresas, o sistema financeiro tornar-se-ia frágil, pois uma quebra de confiança poderia ocasionar uma recessão brusca na economia mundial. O que se percebe é que mesmo com as altas quedas da bolsa por motivos de escassez de crédito na economia, ou por excesso de incerteza (como o que ocorreu com os EUA após a quebra dos bancos), mesmo após enorme desvalorização da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o mercado de capitais brasileiro mantém suas operações e com isso também as operações de suas empresas. O setor bancário americano acabou por gerar uma excessiva escassez de crédito, em virtude do alto índice de inadimplência nos empréstimos imobiliários, o que causou uma relativa recessão na economia, cujos efeitos ainda não são inteiramente conhecidos. A liquidez em situações de crise fica completamente abalada, é gerada a dúvida se o investidor poderá realmente vender seu papel quando for de seu desejo e com isso investimento passa a ser restringido<sup>5</sup>.

As linhas de atuação do investidor no mercado de capitais são divididas em dois mercados, conforme Pinheiro (2002, p. 24), que explica melhor a forma de captação destes recursos e a manutenção dos investidores neste mercado:

---

<sup>5</sup> Com o investimento reduzido o setor bancário reduz suas operações, em virtude do conceito de risco moral, onde o indivíduo recebe informações assimétricas, que reduzem sua leitura sobre o mercado e afetam diretamente em sua probabilidade de adimplência dos contratos. MISHKIN, Frederic S. Moedas, Bancos e Mercados Financeiros. Editora LTC, 2000 “Risco Moral” ()

**Mercado Primário** – O mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. Os lançamentos de novas ações no mercado, de forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*. *Underwriting* é um lançamento de ações para subscrição pública, no qual a empresa encarrega a um intermediário financeiro a colocação desses títulos no mercado.

**Mercado Secundário** – No lançamento público via mercado secundário, diferentemente do mercado primário, não ocorre a captação de recursos pelas empresas, mas sim pelos acionistas, que vendem sua participação acionária em troca dos rendimentos auferidos durante um período, ou por algum outro motivo, desfazendo-se assim de sua posição.

De maneira resumida, o mercado de capitais constitui um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de conferir liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização para que o investimento possa ocorrer livremente. Devendo, ainda, oferecer de maneira acessível aos seus investidores, oportunidades de investimentos transparentes, de modo que se torne um mercado cada vez mais organizado e confiável e assim possa atrair maior número de capitais e investimentos para dentro de suas fronteiras.

## 2.3 O Mercado de Capitais e as Empresas

Um grande dever do mercado de capitais é o de difundir o crescimento para o restante da sociedade, alavancando a produção de modo que gere mais emprego, renda e consumo e com isso o desenvolvimento sustentável, com bem estar social. E seu principal desafio consiste em continuar atraindo investidores, de modo a conferir crescente liquidez aos seus ativos, seja no mercado primário ou secundário e assim estender seu processo de crescimento. As empresas com isso, assumem importante papel no desenvolvimento de uma economia capitalista, passando os traços deste desenvolvimento necessariamente pelo mercado de capitais, que garante novas fontes de recursos para sustentação do crescimento das empresas. Conforme publicações da Bovespa (2004, pg. 07):

O desenvolvimento econômico sustentável da economia brasileira depende da expansão contínua da capacidade produtiva, que por sua vez necessita de recursos disponíveis para sua execução. O mercado de capitais neste sentido age como um otimizador na alocação destas necessidades criadas pelas empresas tomadoras de recursos, acelerando o processo de desenvolvimento dos países.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, de acordo com a citação acima, influencia na velocidade de desenvolvimento das empresas, que por sua vez interferem no crescimento do país. As empresas possuem no mercado de capitais uma grande fonte de recursos para execução de seus projetos, contudo outras formas de captação de recursos são acessíveis às empresas, segundo Pinheiro (2002) como será demonstrado abaixo:

a) Externas:

- Passivos circulantes
- Exigíveis a longo prazo

b) Próprias (Internas)

- Aporte de capital dos atuais sócios
- Aumento de capital (Ações preferenciais e ordinárias)
- Lucros retidos

Cabe destacar que assim como nem todas as empresas estão preparadas para abrir o capital, nem todas as empresas precisam abrir seu capital para obter recursos, cabendo esta alternativa a uma classe diferenciada de empresas da economia. As necessidades que justificam uma abertura de capital, normalmente, estão ligadas à necessidade de financiamento de grandes projetos de expansão, como, por exemplo: ampliação da produção; modernização da empresa; criação de novos produtos; informatização etc. A decisão de buscar capital próprio por meio da emissão de novas ações para serem adquiridas pelo público em geral envolve diversos fatores, alguns de natureza objetiva e outros de natureza subjetiva, como; decisão, oportunidade, liderança e etc. Assim como os efeitos da abertura de capital envolvem fatores subjetivos, o sucesso desta empreitada também envolve fatores desta natureza, dependendo o triunfo, do mercado, do *timing*, da administração, governança da empresa... Tornar-se uma empresa de capital aberto não constitui uma etapa numa escala de crescimento das empresas em geral, mas uma decisão estratégica, onde certas empresas estão e outras não, aptas a arcar com requisitos exigidos e seus custos. Abaixo podem ser observadas algumas vantagens e



desvantagens da abertura de capital, conforme estrutura típica de Pinheiro (2002), que nos auxilia na compreensão deste desafio que representa para as empresas:

#### Vantagens:

- Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento;
- Liquidez para o patrimônio dos acionistas;
- Maior flexibilidade nas decisões estratégicas sobre a estrutura de capitais (relação entre capitais próprios e de terceiros);
- Profissionalização da gestão;
- Melhora da imagem institucional da empresa em função de sua profissionalização;
- Reestruturação societária;
- Melhora das relações institucionais com a criação do diretor de relações com o mercado;
- Melhor solução para o problema de sucessão no caso de empresas familiares.

#### Desvantagens

- Elevação dos custos operacionais como consequência das alterações estruturais;
- Necessidade de divulgação de informações aos diversos públicos;
- Necessidade da distribuição de dividendos;
- Possível interferência dos novos acionistas na gestão da empresa.

Nos últimos anos, o perfil da captação de recursos em bolsa de valores tem apresentado alterações significativas, como pode ser notado em artigo do jornal *O Estado de São Paulo*, de 26/02/2007 - ano em que a BOVESPA efetuou inúmeras aberturas de capital e aumentou consideravelmente seu campo de atuação, estando a conjuntura em níveis bastante estáveis:

As empresas têm recorrido ao mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo para financiar atividades e investimentos numa frequência jamais vista no País (...) O mercado de capitais já é hoje a maior fonte de financiamento das empresas brasileiras.



No ano passado, o total captado pelas companhias chegou a R\$ 110,2<sup>6</sup> bilhões, mais que o dobro dos desembolsos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O montante representa crescimento aproximado de 78%, se comparado aos R\$ 61,6<sup>7</sup> bilhões de operações em 2005. Em 2006, as companhias captaram R\$ 69,5<sup>8</sup> bilhões por meio de debêntures, o que também representou um incremento de 67% em relação aos R\$ 41,5<sup>9</sup> bilhões de 2005, que já havia sido recorde.

A capitalização bursátil das empresas na Bovespa tem crescido significativamente dentro do período de análise definido neste trabalho. Em 2002 tinha-se R\$ 438,30 bilhões e em 2007 já se havia alcançado os R\$ 2,47 trilhões, um crescimento da casa de 565% em 5 anos, uma média de 57,5% ao ano. Crescimento considerável este que se obteve na Bovespa nestes anos e que reflete a estabilidade econômica alcançada, bem como a mudança no perfil da captação de recursos das empresas brasileiras<sup>10</sup>. O gráfico do número de empresas listadas em bolsa tem se mantido bastante estável no período analisado, o que pode significar que o mercado esteja passando por um momento de filtragem, onde ele obtém crescimento, porém algumas empresas estão fazendo o movimento contrário e fechando seus capitais.

---

<sup>6</sup> O Estado de São Paulo – empresas trocam BNDES pela Bolsa. 26/02/2007

<sup>7</sup> Idem

<sup>8</sup> Idem

<sup>9</sup> Idem

<sup>10</sup> Notar anexo 1 com o perfil de captação de recursos das empresas

Tabela 1 – Capitalização bursátil das empresas listadas em bolsa

<u>Período</u>	<u>Empresas</u>	<u>Bilhões</u> <u>R\$</u>	<u>Var. %</u>
2007	404	2477,60	60,40
2006	350	1544,90	36,90
2005	343	1128,50	24,70
2004	358	904,90	33,70
2003	369	676,70	54,40
2002	399	438,30	1,90
2001	428	430,30	(2,40)
2000	459	441,00	7,90
1999	478	408,90	110,30
1998	527	194,40	(31,80)
1997	536	285,10	26,50
1996	550	225,50	57,10
1995	543	143,50	(10,50)
1994	544	160,30	-

Elaborado pelo autor

Fonte: Bovespa

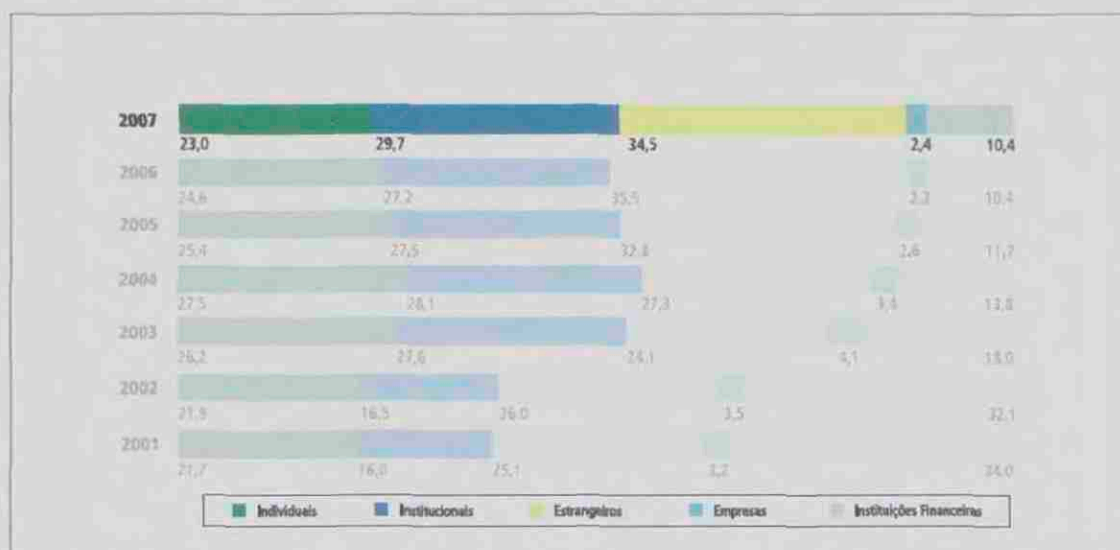
Desta maneira, fica evidenciada a importância e a eficiência do mercado de capitais para as empresas que necessitam destes recursos para sua expansão e crescimento. A empresa que não faz uma gestão eficiente dos recursos pode acabar sendo excluída do mercado, como se pode perceber pela redução do número de empresas listadas em bolsa conforme tabela 1.

## 2.4 O Mercado de Capitais e os Investidores

De acordo com Casagrande (1996), os mercados de capitais são importantes por converterem ativos líquidos em investimentos fixos, transformando seus prazos de operação (curto – longo prazo); proporcionando liquidez aos títulos existentes no mercado; transformando seus montantes de capital (reúnem vários capitais difusos para formar grandes montantes); riscos; e acelerando o processo de transferência dos recursos, ocorrendo assim uma maior difusão da informação.

A Bovespa por sua vez, em seu informativo *Mercado de Capitais*, reitera as recorrentes estatísticas onde as pessoas físicas têm aumentado historicamente sua importância, constituindo uma das velas do crescimento econômico brasileiro. Através da poupança incentiva o investimento, que por sua vez subsidia o crescimento das empresas e da bolsa de valores. Estes investimentos descentralizados e abundantes de posse dos investidores, quando canalizados através do mercado de capitais, geram recursos para as empresas, o que estimula a economia diretamente, visto que um mercado secundário sem liquidez não garante a realização dos lucros do mercado primário.

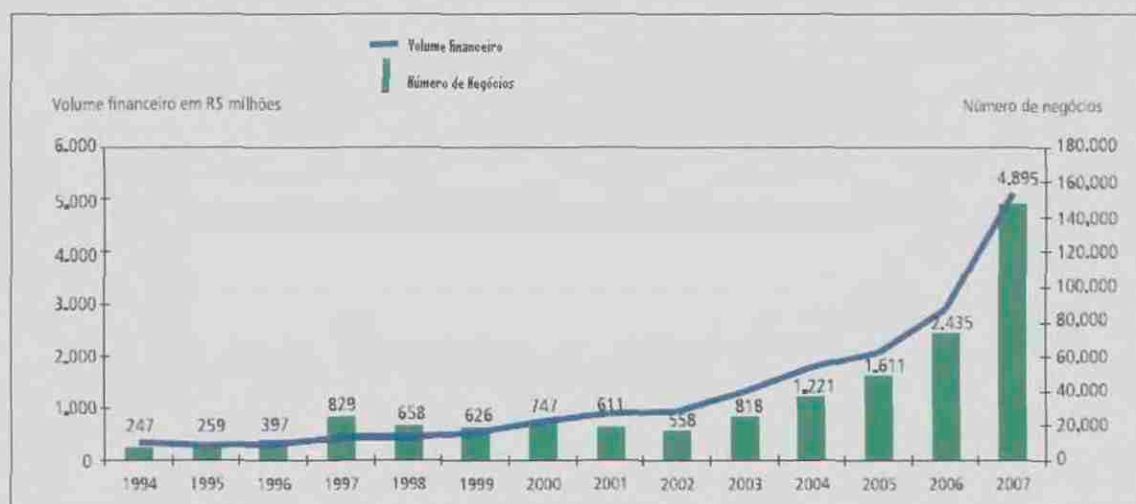
Gráfico 1 – Participação dos Investidores no Volume Financeiro Total da Bovespa - %



Fonte: Bovespa

Os investimentos estrangeiros também possuem o mesmo efeito multiplicador da renda para a economia brasileira, constituindo importante fração do mercado de capitais nacional, conforme gráfico acima. A evolução do volume negociado no IBOVESPA, conforme gráfico 2 traz a perspectiva do crescimento da bolsa nos anos passados, complementando a análise do perfil do crescimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

Gráfico 2 – Volume Financeiro x Número de Negócios em Média Diária



Fonte: Bovespa

Legenda: barra = volume financeiro

Linha = número de negócios

A amostra de dados em epígrafe demonstra a expressividade do crescimento deste mercado. No que tange à popularização do acesso a bolsa de valores, o gráfico 1 demonstra a importância dos investidores pessoas físicas, apresentando 23% em 2007, porém já tendo estado muito mais próximo dos 30%. Esta participação também é suporte para o crescimento do mercado, garantindo sempre a entrada constante de novos capitais, onde o *home broker*<sup>11</sup> constitui um dos principais responsáveis por este crescimento. Este patamar é sem dúvida uma conquista para o mercado de capitais brasileiro, visto que em 1998, há 10 anos atrás, pessoas físicas representavam apenas 12,3%<sup>12</sup> do total. Muitos programas foram criados pela Bovespa para popularizar o acesso à bolsa e muitos outros projetos foram levados a cabo pela necessidade de modernização constante e de manutenção da liquidez deste mercado, que foram: os projetos com a Petrobrás<sup>13</sup> e o grau de governança do Novo Mercado<sup>14</sup>.

Os Investidores institucionais também são somados a esta classe, tendo como grande exemplo de liderança na América Latina, a Caixa de Previdência dos

<sup>11</sup> Sistema de operações que permite ao investidor manusear sua conta de investimentos através da internet.

<sup>12</sup> Site Bovespa

<sup>13</sup> Programa Bovespa vai à Petrobrás I e II.

<sup>14</sup> O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), um dos principais fundos de previdência do Brasil, com um patrimônio de mais de R\$ 138,2 bilhões<sup>15</sup>, o que dá uma noção da importância desta instituição para a economia. A Previ possui atuação significativa no mercado de capitais, considerado o maior fundo de pensão na América Latina, participa ativamente no processo de desenvolvimento do mercado de capitais, investindo em empresas brasileiras com solidez e alavancando sua produção.

Desta maneira, os investidores que refletem sobre a credibilidade do mercado de capitais brasileiro na criação de cenários para seus investimentos futuros, devem observar a solidez das empresas brasileiras, analisar as operações que são feitas nas Bolsas, o crescimento do volume transacionado e a importância de cada segmento investidor, para assim poderem obter uma leitura do atual mercado de capitais brasileiro. Apesar de que comparativamente com os outros, o investimento estrangeiro ainda possui a maior fatia, o que demonstra o nível de dependência externa do mercado. Desta maneira, uma saída destes investidores pode provocar grande interferência nas bolsas brasileiras.

Foi bastante expressivo o crescimento auferido pelo mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, como se pôde notar nas trajetórias do IBOVESPA, do crescimento de investidores e dos investimentos. A liquidez é o fator principal ao se analisar um determinado mercado, dentre os dados apontados até o momento, a liquidez no mercado brasileiro tem somado positivamente a estes resultados. Os investidores estrangeiros auferiram um aumento de sua participação nos últimos anos, posição antes ocupada pelas instituições financeiras. Resta manter estes níveis de crescimento do volume financeiro e da quantidade do número de investidores para que este mercado continue sua trajetória de crescimento.

---

<sup>15</sup> Site Previ - <http://www.previ.com.br/>

## CAPÍTULO III

### 3. Grau de Investimento

#### 3.1 Grau de Investimento: um selo de confiança do mercado

Em 30 de abril de 2008, a Standard & Poor's Ratings Services elevou o *rating* de crédito soberano de longo prazo em moeda estrangeira do Brasil de 'BB+' para 'BBB-', grau de investimento, bem como o *rating* de crédito soberano de longo prazo em moeda local de 'BBB' para 'BBB+'<sup>16</sup>. O Brasil obteve não somente uma melhoria no seu *rating* soberano, mas também o reconhecimento por uma estabilidade conjuntural alcançada e por sua capacidade de gestão dos índices macroeconômicos. Sob esta análise foi conferido o grau de investimento ao Brasil, onde o controle da inflação concedeu grande confiança aos analistas para darem um *upgrade*<sup>17</sup> no país na tabela de *rating*, sendo a perspectiva de manutenção desta nota considerada estável pela agência. O Brasil recebeu ainda, em 29 de maio de 2008, o grau de investimento pela *Fitch Ratings*, praticamente um mês após a S&P. Duas das três principais agências internacionais de análise da qualidade de crédito mundial concederam o grau de investimento ao Brasil, faltando a *Moody's* que ainda resiste em conferir o título. As agências de risco possuem destacado papel no acompanhamento do desempenho das soberanias, principalmente quanto à avaliação sobre sua capacidade de honrar com compromissos fiduciários. Por muitos anos, as empresas mais tradicionais do mercado - *Standard & Poors*, *Fitch Ratings* e *Moody's* - vêm classificando os riscos do mercado, concedendo assim ao investidor uma leitura panorâmica da situação político-econômica de diversos países. As agências de risco são consideradas empresas centenárias, visto que existem desde antes da crise de 1929, no caso a *Moody's* foi criada através da *Moody's Investor Service*, em 1909, sendo todas as três, empresas originariamente americanas.

<sup>16</sup> Site S&P - Rating Soberano: Standard & Poor's eleva rating soberano de longo prazo em moeda estrangeira do Brasil para 'BBB-', grau de investimento; perspectiva estável

<sup>17</sup> O movimento contrário, ou seja a redução de uma nota caracterizaria um *downgrade*.



O papel fundamental das agências de risco é precificar o risco de *default*<sup>18</sup>. Um *rating*<sup>19</sup> constitui sempre uma probabilidade de inadimplência ou adimplência futura. A avaliação da qualidade creditícia de cada governo soberano é tanto quantitativa, quanto qualitativa, porém há uma busca constante pelo maior respaldo técnico-jurídico possível. Os *ratings* de risco soberano são construídos em cima de análises conjunturais econômica, social e política dos países, com isto se tornam subjetivas, pois ainda consideram a perspectiva desta variável para o futuro. Estas agências avaliam ainda os riscos de intervenção soberana, como por exemplo, uma intransigência, ou má administração cambial pelo governo que afetasse o pagamento da dívida tanto pública, quanto privada daquele país. Por isso são separadas as classificações de risco em moeda local e estrangeira, uma analisa a saúde financeira interna e a outra a externa<sup>20</sup>, de modo a qualificar ainda mais o processo de *rating*. Os *ratings* das agências e seus relatórios de investimentos são tão importantes que podem afetar decisões de investimentos de grandes fundos, conforme já observado por Joseph Lieberman: (*apud* Hill, 2004):

As agências de *rating* possuem a chave do capital e da liquidez, o centro nervoso da América Corporativa e de nossa economia capitalista. O *rating* afeta a capacidade de uma empresa conseguir empréstimos financeiros; afeta a decisão de investimento de fundos de pensão e de fundos de investimento em geral, bem como influencia o valor das ações negociadas em bolsa de valores.

O papel destas empresas, com isso, torna-se bastante importante para o desenvolvimento do mercado de capitais. Não fossem pelas agências de classificação de risco, os títulos soberanos, bem como os outros títulos e os recursos disponíveis na economia, seriam absorvidos apenas por instituições financeiras domésticas, não concebendo assim, um ambiente adequado para o surgimento do investimento. Um mercado de capitais monopolizado pelas instituições financeiras domésticas não é atrativo para investidores estrangeiros, tampouco a investidores pessoa física domésticos, o que aumenta consideravelmente a ocorrência de informações

<sup>18</sup> Risco de moratória - a América Latina possui um histórico nada favorável com relação a risco de moratória, em virtude das seguidas quebras que se seguiram em vários países da região, provocadas pelas crises de liquidez e choque do petróleo dos anos 80.

<sup>19</sup> Ato de conceder uma taxa de interesse sobre uma determinada empresa, atribuindo-lhe expectativas de comportamento futuro com relação a seus compromissos. Muitos países tem aderido ao sistema de metas de inflação o que permite internalizar suas dívidas e atrela-las aos juros, estratégia esta que provoca a redução da dívida externa e das contas externas.

<sup>20</sup> Muitos países têm transformado as suas dívidas internalizando-as e atrelando-as aos juros, estratégia esta que provoca a redução da dívida externa e aumento da liquidez externa.

assimétricas<sup>21</sup> e de risco moral<sup>22</sup> aos investidores. Desta maneira, as agências exercem uma função destacada na economia, realizando diversas pesquisas de cunho econômico e social, que abastecem o mercado com informações, atuando inclusive com os governos.

Nos últimos 30 anos, o aparecimento de novos produtos financeiros teve como consequência o desenvolvimento de novas metodologias e critérios para a avaliação de riscos de crédito, ou *ratings*. Dentre as melhorias destes métodos, uma das últimas teve grande êxito em sua proposta. A partir da alteração ocorrida em 2000 toda vez que uma agência fosse fazer uma mudança de nível, fosse positivo, ou negativo, ela colocaria o país, ou a empresa, em uma posição diferenciada, a de *credit watch* ou *rating review*<sup>23</sup>. Esta posição pode acarretar em um *downgrade*, *upgrade* ou apenas em uma perspectiva diferente. O Brasil, por exemplo, obteve uma perspectiva estável em sua última classificação de risco, o que significa que seus fundamentos também estavam com perspectivas saudáveis para o futuro. Antes que ocorra qualquer mudança de nível, o *rating* recebe uma nota paralela, que é chamada de perspectiva de *rating*, ela representa uma sinalização do futuro daquele *rating*. Suas categorias são: positiva, negativa, indefinida e estável, conforme pode ser graficamente observado no anexo 2.

Existem muitas críticas em cima das agências, que por assumirem toda esta responsabilidade no âmbito internacional, são obrigadas a reduzir a abrangência de seus índices para que não se tornem taxativas. Um *rating* deve ser considerado não como uma indicação de investimento, mas como uma opinião bem informada da atual situação de risco da empresa, considerando suas condições financeira, política e social. O conservadorismo muitas vezes adotado pelas agências como posição diversa das expectativas, referem-se às vezes à preservação das condições constantes, sendo que um *rating* não pode prever a situação futura de uma economia. O mercado financeiro ainda precisa evoluir muito no que se refere às suas Instituições, de modo que possa atuar na regulação de possíveis discrepâncias na economia internacional. Abaixo seguem os principais motivos pelo qual o mercado sustenta a existência dos *ratings* e por consequência, as agências de risco, conforme FRASCAROLI, et alli:

<sup>21</sup> Quando numa relação alguns tivessem posição privilegiada sobre os outros.

<sup>22</sup> Sujeição do indivíduo às situações externas da economia que interferem em suas decisões de investimento

<sup>23</sup> Momento de revisão da nota



- O *rating* deve possuir idoneidade, isto é, ele vale apenas quando é confiável. Dado que uma agência de *rating* se financia cobrando o custo de elaboração do *rating* dos emitentes de dívidas, ela não possui qualquer incentivo de produzir *ratings* viesados ou não-confiáveis;
- Um outro argumento importante do mercado para o *rating* se deve aos custos de captar e interpretar informações sobre os emitentes de dívidas. Assim, as agências de *rating* possuem retorno de escala na captação e interpretação dessas informações;
- O *rating* tem a capacidade de sintetizar as informações sobre a futura qualidade de crédito do emitente de dívidas de uma forma clara e simples para o mercado.

Estes motivos ilustram a necessidade destas análises para a economia e para o desenvolvimento do mercado de capitais. Quanto mais se conseguir atuar contra o risco moral e a assimetria de informações, mais o investidor estará protegido e mais o mercado pode crescer.

### 3.2 Risco de Crédito Corporativo x Risco Soberano

Deve ficar clara a diferença entre os dois tipos de classificações existentes, o *rating* soberano e o corporativo. Um *rating* soberano não constitui um teto máximo para um *rating* de crédito corporativo - uma empresa pode ser considerada grau de investimento, enquanto o país ainda possui o grau especulativo como sua nota de *rating* soberano<sup>24</sup>. Apesar de não ser muito provável que os governos soberanos interfiram diretamente no serviço da dívida do setor privado, as empresas sempre dependem da administração cambial de suas soberanias para honrar seus compromissos com o mercado externo.

Este é um dos motivos pelos quais algumas empresas não conseguem se desvincular da classificação de seu país, quanto maior sua ligação com o governo, maior sua dependência. Um ótimo exemplo é o BNDES, que possui toda sua estrutura administrativa e financeira atrelada ao governo. Contudo, empresas como a VALE, Votorantim, Bradesco e Itaú, entre outras, somam mais de 16 empresas brasileiras que já haviam obtido o grau de investimento antes da obtenção do grau de investimento soberano pelo país, o que é muito bom e pode exercer influência inclusive em sua nota soberana.

O *rating* corporativo é dado em cima da análise sobre a capacidade do credor em honrar com seus compromissos dentro do prazo de validade do contrato. O que em nada

<sup>24</sup> Como aconteceu com a Vale do Rio Doce ao receber seu grau de investimento em 2005.

o diferencia do *rating* soberano, visto que o governo também é um emissor e que precisa honrar seus compromissos. Estes *rating*, contudo, não são somente aplicados a soberanias e empresas, na verdade as agências possuem muitos outros relatórios de avaliação de risco, citando-se os de governos estaduais, municipais, mas também de commodities e de fundos de investimento.

### 3.3 O processo de *Rating* e a Indicação do Nível de Risco

O *rating* é avaliado sobre muitos critérios, os quais são utilizados para investigação da qualidade da conjuntura de determinado país. Apesar de existir uma pressão para que o *rating* torne-se cada vez mais um indicativo financeiro, ele é baseado em parâmetros subjetivos, relacionados muitas vezes, a cada país, a cada cultura, a cada situação. A agência de risco S&P, avalia o risco soberano a partir dos seguintes critérios, como segue abaixo:

Quadro 1 – Critérios para classificação de *rating*

#### 1. Risco Político

Estabilidade e legitimidade das instituições políticas
Participação popular nos processos políticos
Probidade da sucessão das lideranças
Transparência nas decisões e objetivos da política econômica
Segurança pública
Risco geopolítico

#### 2. Renda e Estrutura Econômica

Prosperidade, diversidade e grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado
Disparidades na distribuição da renda
Efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito

Competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro
Eficiência do setor público
Protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado
Flexibilidade da mão-de-obra

### **3. Perspectivas de Crescimento econômico**

Volume e composição da poupança e do investimento
Taxa e padrão do crescimento econômico

### **4. Flexibilidade Fiscal**

Receita e despesa do governo geral e tendências de déficit/superávit
Flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia
Eficácia / pressões sobre os gastos
Pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios
Obrigações relativas a aposentadorias

### **5. Carga da Dívida do Governo Geral**

Endividamento bruto e líquido (de ativos) do governo geral como porcentagem do PIB
Parcela da receita comprometida com juros
Composição de cestas de moedas e perfil de vencimentos
Profundidade e amplitude do mercado de capitais local

### **6. Passivos Contingenciais e no Exterior ('Off-shore')**

Porte e solidez das empresas não financeiras do setor público
Robustez do setor financeiro

### **7. Estabilidade Monetária**

Comportamento dos preços nos ciclos econômicos
Expansão monetária e do crédito
Compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários
Fatores institucionais, como a independência do banco central
Abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária

## **8. Liquidez Externa**

Impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas
Estrutura das contas correntes
Composição dos fluxos de capitais
Adequação das reservas

## **9. Carga do Endividamento Externo do Setor Público**

Endividamento externo bruto e líquido do setor público, incluindo dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente
Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros
Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (concessional funding)
Carga do serviço da dívida

## **10. Carga do Endividamento Externo do Setor Privado**

Endividamento externo bruto e líquido do setor privado, incluindo depósitos e dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente
Endividamento externo bruto e líquido do setor privado não financeiro, incluindo dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente
Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações

na taxa de juros
Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (concessional funding)
Carga do serviço da dívida

Fonte: Standard & Poors 2008

Após reunida a pesquisa, inicia-se um processo de consideração dos valores, ou *pricing*<sup>25</sup>, aglomerando cada categoria dentro da escala soberana da S&P, conforme segue abaixo:

Tabela 2 – Tabela de aplicação de risco

	Escala Numérica	S&P	Fitch	Moodys	Status
GRAU DE INVESTIMENTO	1	AAA	AAA	Aaa	EXTREMAMENTE CAPAZ DE CUMPRIR COMPROMISSOS
	2	AA+	AA+	Aa1	CAPACIDADE MUITO FORTE DE CUMPRIR COMPROMISSOS
	3	AA	AA	Aa2	
	4	AA-	AA-	Aa3	
	5	A+	A+	A1	FORTE CAPACIDADE DE CUMPRIR COMPROMISSOS, PORÉM AINDA SUSCETÍVEL A CONDIÇÕES ECONÔMICAS ADVERSAS E MUDANÇAS CIRCUNSTANCIAIS.
	6	A	A	A2	
	7	A-	A-	A3	
	8	BBB+	BBB+	Baa1	ADEQUADA CAPACIDADE DE CUMPRIR COMPROMISSOS, PORÉM MAIS SUJEITOS A CONDIÇÕES ECONÔMICAS ADVERSAS.
	9	BBB	BBB	Baa2	
	10	BBB-	BBB-	Baa3	
GRAU ESPECULATIVO	11	BB+	BB+	Ba1	MENOS VULNERÁVEL NO CURTO PRAZO, PORÉM PASSA POR INCERTEZAS QUANTO A CONDIÇÕES FINANCEIRAS, ECONÔMICAS E DE NEGÓCIOS.
	12	BB	BB	Ba2	
	13	BB-	BB-	Ba3	
	14	B+	B+	B1	MAIS VULNERÁVEL A CONDIÇÕES ECONÔMICAS, FINANCEIRAS E DE NEGÓCIOS ADVERSAS, PORÉM CAPAZ DE CUMPRIR COMPROMISSOS.
	15	B	B	B2	
	16	B-	B-	B3	
DEFAULT	17	CCC+	CCC+	Caa1	ALTAMENTE VULNERÁVEL E DEPENDENTE DE CONDIÇÕES FINANCEIRAS, ECONÔMICAS E DE NEGÓCIOS FAVORÁVEIS PARA CUMPRIR COMPROMISSOS.
	18	CCC+	CCC+	Caa2	
	19	CCC-	CCC-	Caa3	
	20	CC	CC	-	ALTAMENTE VULNERÁVEL.
	21	C	C	-	UMA PETIÇÃO DE FALÊNCIA FOI ARQUIVADA OU AÇÃO SIMILAR FOI TOMADA OU COMPROMISSOS FINANCEIROS FORAM CONTINUADOS.
	22	SD	DDD	Ca	
	23	D	DD	C	
	24	-	D	-	

Elaborado pelo autor

Fonte: S&P (2008), Fitch (2008) e Moody's (2008).

Através das duas tabelas acima as agências classificam o risco das economias. Conforme o desempenho na tabela crítica, cada soberania vai se enquadrando nas diversas faixas de risco, cada qual com suas particularidades.

### 3.4 O Brasil e o Grau de Investimento

<sup>25</sup> Atribuição de nota para eventos econômicos, baseados em tabelas referenciais.

Alexandre Scheinkman, renomado profissional do mercado de capitais,<sup>26</sup> alerta que apesar da classificação ser um efeito positivo na atração de investimentos externos, o grau de investimento é muito mais efeito do que causa do desenvolvimento. Com isto, percebe-se que para um novo *upgrade*, o Brasil teria que melhorar o seu desempenho financeiro e de suas políticas, como vem fazendo ao longo dos últimos anos. Abaixo observa-se o histórico das classificações de *rating* brasileiras, conforme dados da agência Fitch.

Quadro 2– Histórico do *rating* brasileiro – escala Fitch

		IDR (Issuer Default Rating)		IDR (Issuer Default Rating)	
		Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Estrangeira (ME)		Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Local (ML)	
Brasil	Data	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo	
	29/mai/08	BBB-	⊕	F3	BBB- ⊕
	10/mai/07	BB+	⊕	B	BB+ ⊕
	5/fev/07	BB	⊕	B	BB ⊕
	28/jun/06	BB	⊕	B	BB ⊕
	11/out/05	BB-	⊕	B	BB- ⊕
	28/set/04	BB-	⊕	B	BB- ⊕
	6/nov/03	B+	⊕	B	B+ ⊕
	3/jun/03	B	⊕	B	B ⊕
	10/mar/03	B	⊕	B	B ⊕
	21/out/02	B	⊖	B	B ⊖
	1/ago/02	B+	▼	B	B+ ▼
	20/jun/02	B+	⊖	B	B+ ⊖
	17/jul/01	BB-	⊖	B	B+ ⊖
	21/set/00	BB-	⊕	B	B+ ⊕

<sup>26</sup> SCHEINKMAN, José Alexandre. Seminário Anbid de Finanças Corporativas. InfoMoney - 10/06/08.

	19/mai/00	BB-		B	B+	
	22/fev/00	B+		B	B+	
	26/jan/99	B		B	B	
	3/dez/97	B+		B	BB-	
	26/out/95	B+		B	-	
	1/dez/94	B+		-	-	

\*Perspectivas são atribuídas a todas as classificações, mas são usadas efetivamente como ações de *rating* somente a partir de 21/set/00

\*\*Notar legenda das perspectivas de *rating* no anexo 2

\*\*\* Notar legenda dos *ratings* internacionais de crédito de curto prazo no anexo 3

Fonte: Site Fitch Ratings

O Brasil vem auferindo melhora significativa de sua conjuntura macroeconômica durante o período analisado. O quadro acima traça toda a trajetória do país até o grau de investimento e marca as datas das mudanças de *rating* em moeda local e estrangeira. A jornada é ainda acompanhada desde 2000 pelas perspectivas de *rating*, que buscam se antecipar, ou fornecer maiores informações sobre determinada nota.

O desempenho de três variáveis resume a qualidade da dívida em moeda estrangeira de uma soberania; as reservas internacionais, a dívida externa e as contas externas. A dívida em moeda nacional não considera as contas externas, porém aborda a solvência do Estado através da mesma ótica da análise externa, porém com a diferença de se focar no gasto público. O quadro 2 desenha em traços gerais a complexidade e extensão de uma análise de *rating* soberano, que se traduz numa precificação do risco de determinada economia.

### 3.5 Grau de Investimento: Recomendações e Críticas das Agências

A S&P, a primeira agência a conceder o grau de investimento, analisou positivamente a situação da economia brasileira em seu relatório, e considerou preponderante para o sucesso do país, o cumprimento rigoroso das metas fiscais auferido nos últimos 10 anos. Um gerenciamento mais pragmático tomou conta da política monetária brasileira, mantendo o superávit primário, a eficiência fiscal e a inflação controlada, sob um regime de câmbio flutuante. A previsibilidade e transparência das Instituições brasileiras também são resultados positivos desta política, que vem fomentando o desenvolvimento do mercado de capitais. Em parte, este sucesso



deve-se à independência do Banco Central do Brasil – BCB, que tendo sua operação separada do ministério da Fazenda, concentra todos seus esforços no controle de inflação. O sistema de Metas de Inflação, implantado em 2002, que separou o Banco Central do governo foi que deu condições para que os resultados de hoje pudessem ser possíveis, aprimorando as políticas monetária e fiscal do país.

A agência S&P reconhece o desenvolvimento do Brasil, porém mesmo elevando o Brasil a grau de investimento, deixa algumas indicações para que sejam observadas ao longo dos próximos períodos. Os termos de comparação do país são alterados a partir da elevação de sua nota, no caso o Brasil, passará a ser comparado a outros países que são BBB-, ou seja, deve ser exigido de seu desenvolvimento, determinados comportamentos e que venham inclusive a reforçar sua nota perante a agência e que é visto no mercado como um selo de confiança. Por isso, o relatório da S&P (30/04/2008) publicado ao mercado com a indicação de *upgrade* do país a grau de investimento, citou a importância de acompanhamento da dívida pública<sup>27</sup>, como segue abaixo:

Embora a dívida líquida do governo geral seja ainda mais alta que a de muitos países na categoria de *rating* 'BBB' – ou seja dos países pares ao Brasil na classificação de grau de investimento - o histórico de políticas de gerenciamento pragmático da dívida, razoavelmente previsível, atenua tal risco.

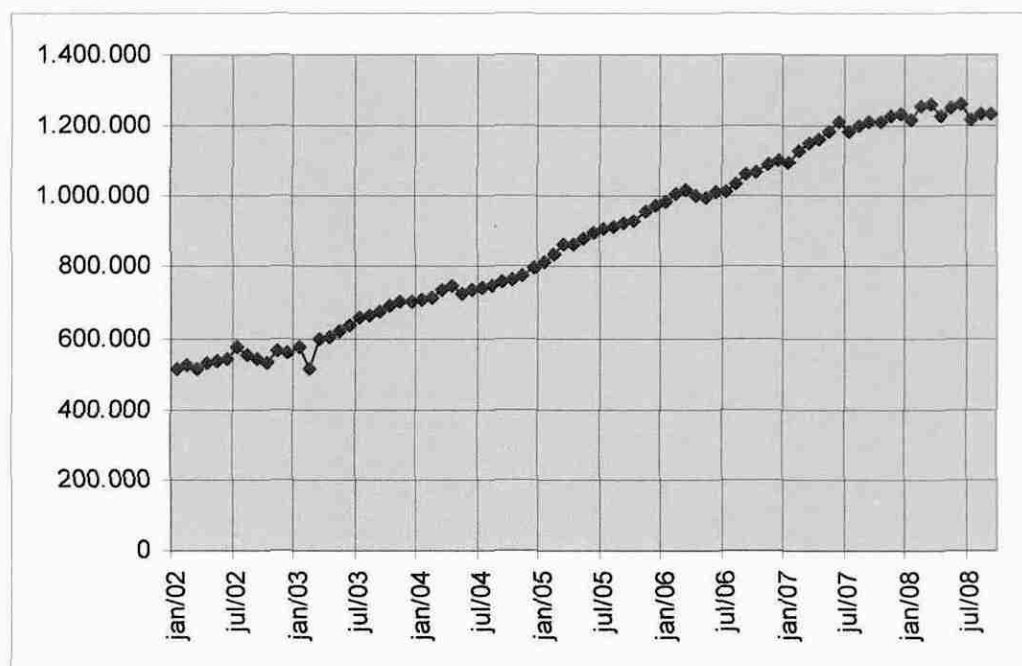
O gráfico abaixo mostra bem claramente o tamanho do crescimento da dívida nos últimos tempos, o que a S&P analisou com bastante critério. No gráfico 3 pode-se notar um gráfico do estoque de dívida interna, percebe-se que como o percentual aumenta, significa que a aceleração da dívida pública está superior a do PIB.

---

<sup>27</sup> Rating Soberano: Standard & Poor's eleva rating soberano de longo prazo em moeda estrangeira do Brasil para 'BBB-', grau de investimento; perspectiva estável – 30/04/08 – site s&p



Gráfico 3 – Estoque da dívida pública interna do Governo Federal em mercado (em R\$ Milhões)



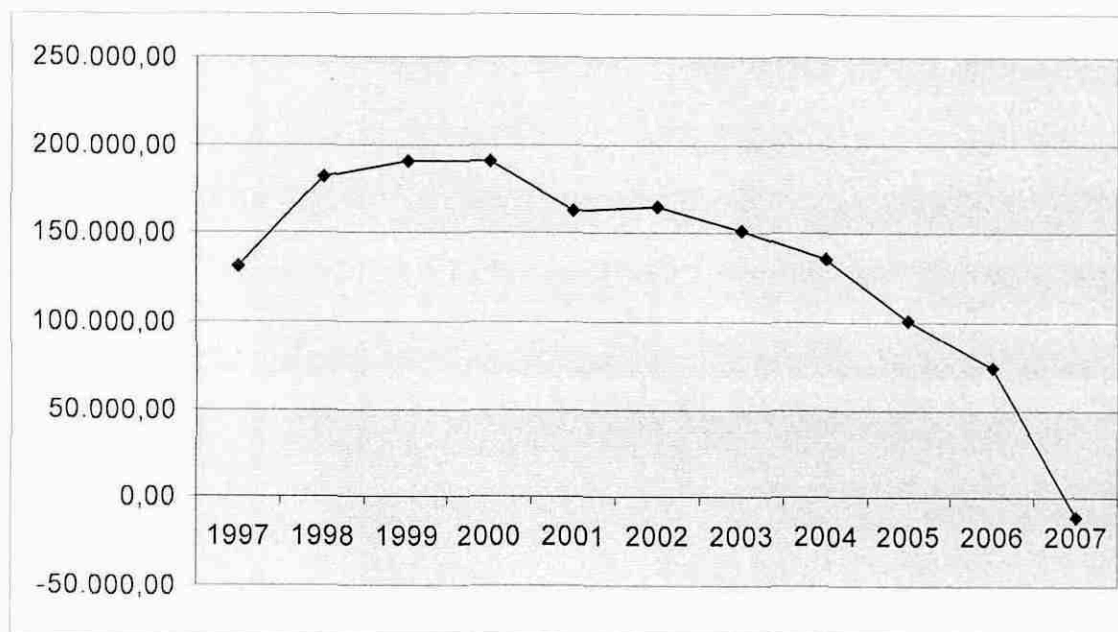
Elaborado pelo autor

Fonte: BCB

Embora já tenham sido uma das fraquezas da capacidade de crédito do País, as contas externas estão hoje alinhadas com aquelas apresentadas pelos seus pares nas categorias de grau de investimento (BBB-). A prova disto é a melhora do perfil da dívida externa, que conta com o atual suporte das reservas internacionais e que superam o valor da dívida dentro do conceito de liquidez externa. A dívida externa se manteve relativamente constante em um cenário característico de crescimento econômico, passando de U\$ 214,9 bilhões em 2003 para U\$ 196,2 bilhões em janeiro de 2008<sup>28</sup>. A dívida externa líquida, sendo o total da dívida externa bruta descontada as reservas internacionais e os investimentos em moeda estrangeira, apresentou uma melhora significativa, como pode ser notado no gráfico 4. A dívida líquida encerra 2007 com números negativos, o que representa a forte captação de dólares na economia pelo BCB, resultando na melhora da liquidez externa do país, muito importante para o controle da dívida.

<sup>28</sup> Jornal Valor Econômico – 12/03/08

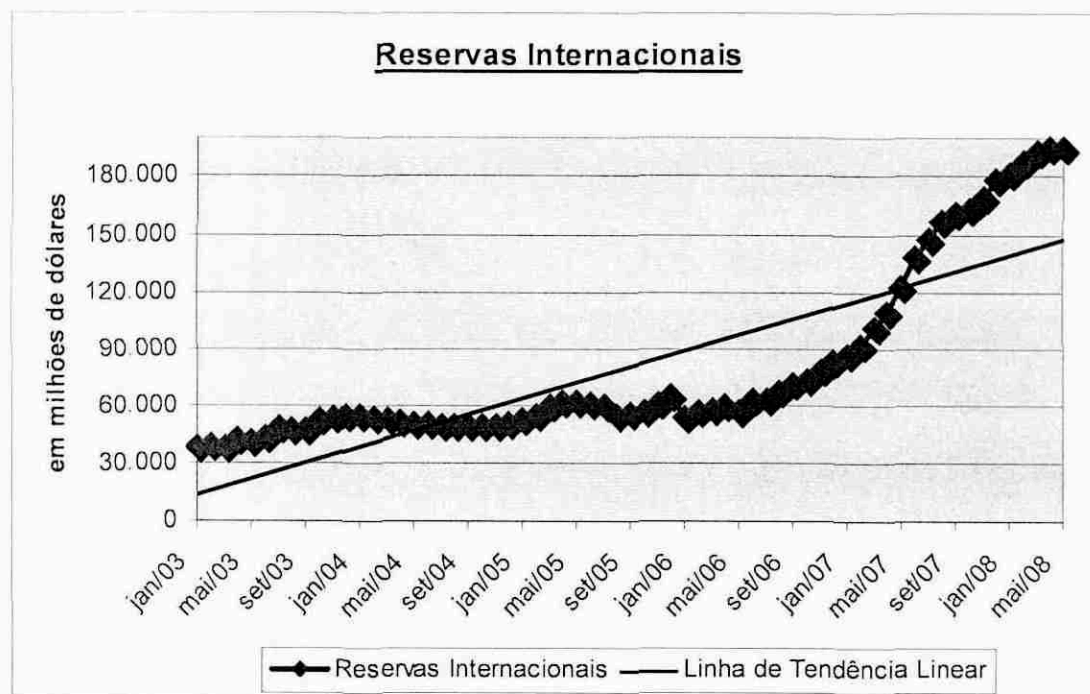
Gráfico 4 - Dívida Externa Líquida (em U\$ milhões)



Elaborado pelo autor  
Fonte: BCB

Também é impressionante a curva de crescimento das reservas internacionais nos últimos anos, enquanto em janeiro de 2003 somava aproximados US\$ 37.000, em maio de 2008 já ultrapassava os US\$180.000. Grande parte deste acúmulo é resultado do crescimento das exportações que também foi bastante considerável neste período.

Gráfico 5 – Reservas Internacionais (em milhões US\$)



Elaborado pelo autor

Fonte: BCB

Estes são resultados da política que veio sendo levada a cabo no Brasil e que culminou no grau de investimento. Desta maneira, as estimativas para o cenário brasileiro são estáveis, como conclui o relatório da S&P conferindo uma perspectiva estável ao seu *rating*. O Brasil é o 14º país soberano a ter sua dívida em moeda estrangeira também elevada para grau de investimento, impulsionada pela expressão de suas reservas internacionais. Em resumo, o grau de investimento foi conferido ao Brasil, devido à qualidade de crédito adquirida por seu sistema político-financeiro, seguindo os pontos principais levantados no relatório.

- Histórico de continuidade em suas políticas, sob um regime de metas de inflação e de câmbio flutuante;
- Melhora do perfil da dívida externa líquida;
- Alinhamento do perfil da dívida do Brasil com aquelas de governos soberanos classificados na mesma categoria dos países pares no grau de investimento.

Conforme o exposto acima, estes pontos são os destaques do Brasil na condução de sua política monetária nos últimos 10 anos. Porém os pontos pelos quais o Brasil não alcançou melhores qualificações na tabela de *rating* também merecem dedicada atenção. Os principais motivos citados, ainda seguindo as linhas de avaliação da S&P, foram:

- Grande endividamento líquido do governo geral;
- Juros elevados;
- Inflexibilidade orçamentária e alto nível de despesas correntes;
- Barreiras estruturais que mantêm tanto os investimentos quanto o crescimento do País abaixo do nível atingido por outras economias emergentes.

Neste último item citado acima pode-se incluir os gargalos logísticos, as reformas tributárias esperadas, mas principalmente a previdenciária, mas que, conforme relatório da S&P, não está incluso nesta classificação de *rating*. As agências de análise de crédito soberano possuem autonomia e muitas vezes obtêm posições distintas entre si sobre uma mesma realidade. O vice-presidente da Moody's, Mauro Leos, pronunciou-se recentemente sobre o Brasil após 5 meses da concessão do grau pelas outras agências. A postura se manteve a mesma dos últimos pronunciamentos, a agência cobrou maior rigor fiscal, maior controle dos gastos públicos e melhora da dívida pública, que tem trajetória crescente. Porém, considerou sua blindagem contra pressões externas e também a melhora do perfil da dívida externa. Os níveis da taxa de investimento no Brasil foram abertamente criticados, atualmente, encontra-se em 18%<sup>29</sup> do PIB, com uma meta de alcançar os 21%<sup>30</sup> que é a taxa esperada para países com média 'BBB', o que pesa contra o país na obtenção do grau de investimento pela Moody's.

A S&P e Fitch reforçaram o foco na continuidade da política que está sendo levada, enquanto a Moody's exige maior rigor em algumas áreas. O Brasil conseguiu criar uma blindagem externa com seus resultados e isto o deixou em posição mais confortável em relação a mudanças e possíveis choques externos. Há de se concordar que em períodos de crise, a especulação alcança patamares antes inatingíveis, gerando um aumento considerável da taxa de incerteza na economia, onde já não há garantias. A

<sup>29</sup> *O Estado de São Paulo* – Entrevista Crise faz bem ao Brasil, Moody's – 04/09/08.

<sup>30</sup> Dados retirados do pronunciamento do presidente Lula em Evento de Homenagem na Bovespa.  
[www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br)

frente será tratada a perspectiva do Brasil após o grau de investimento e para isso serão trazidos alguns *cases*<sup>31</sup> de outros países que mais recentemente também obtiveram o grau de investimento.

---

<sup>31</sup> Tradução: Estudo de Caso

## CAPÍTULO IV

### 4. A Experiência de Outros Países e as Perspectivas para o Brasil

Esta parte do trabalho visa apresentar o comportamento de dois índices nas economias listadas: o investimento estrangeiro e a bolsa de valores em cada país. Com estes dois índices tem-se uma visão geral da influência do grau de investimento nas economias e com isso espera-se traçar alguns cenários prováveis para o Brasil.

#### 4.1 Países que Recentemente Também Obtiveram o Grau de Investimento

Cada país recebeu o *upgrade* para grau de investimento em datas separadas e os países que tiveram mais recentemente suas notas alteradas serão analisados abaixo:

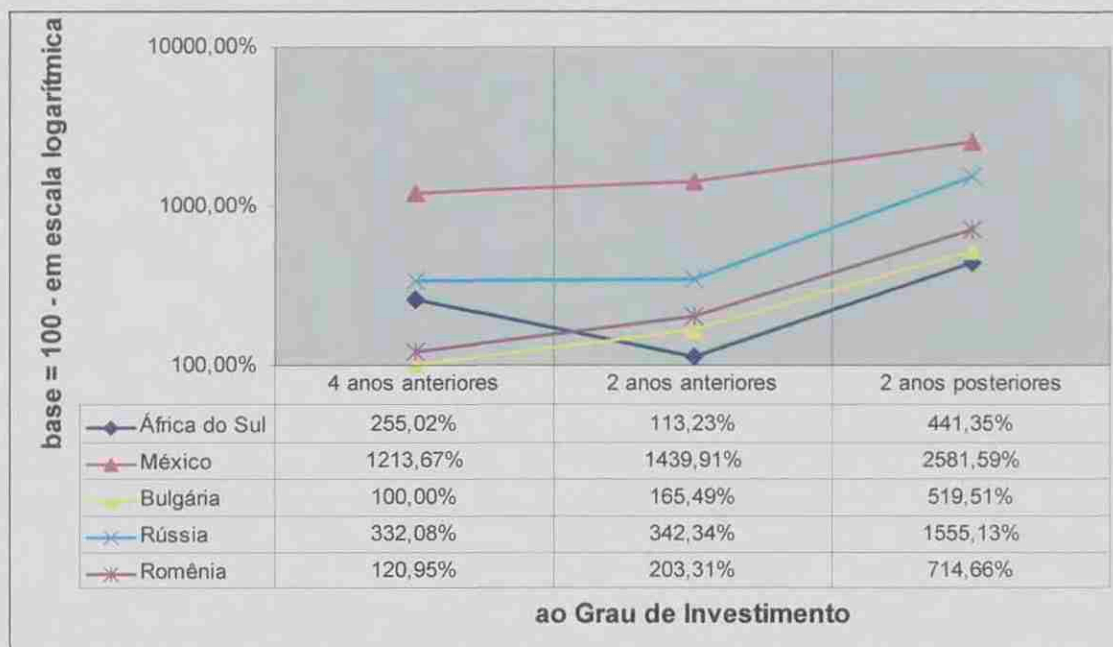
Quadro 3 – Datas de *upgrade* dos países

<u>Países</u>	<u>Data de Upgrade</u>
África do Sul	fev/00
México	mar/00
Rússia	out/03
Bulgária	jun/04
Romênia	nov/04

Elaborado pelo autor  
Fonte: Sobeet

Nestes países avaliou-se primeiramente o investimento externo, através do gráfico abaixo, que representa três períodos importantes; quatro anos anteriores ao recebimento do grau de investimento, dois nos anteriores e dois anos posteriores. O Brasil ainda não pode estabelecer a comparação em todos os períodos com os países, porém logo adiante, na próxima parte deste trabalho tratar-se-á deste assunto.

Gráfico 6 – Estudo comparativo do comportamento do investimento estrangeiro direto



Elaborado pelo autor

Fonte: Sobeet

Como se pode perceber através do gráfico acima, os investimentos externos tendem a aumentar após o grau de investimento, o que alimenta a tese de que o grau de investimento atrai capital externo. Contudo, não se pode cair no erro de acreditar que o grau de investimento, por si só, possa ser a causa do desenvolvimento do país. O grau de investimento, como já citado anteriormente representa o resultado de um estudo sobre determinado país, porém não sendo um indicativo de investimento, tampouco um antevisor de crises e choques externos. Em resumo, os investimentos externos tiveram média de crescimento, conforme amostra acima, de 20%<sup>32</sup> nos dois anos anteriores e 238%<sup>33</sup> nos dois anos posteriores ao grau de investimento.

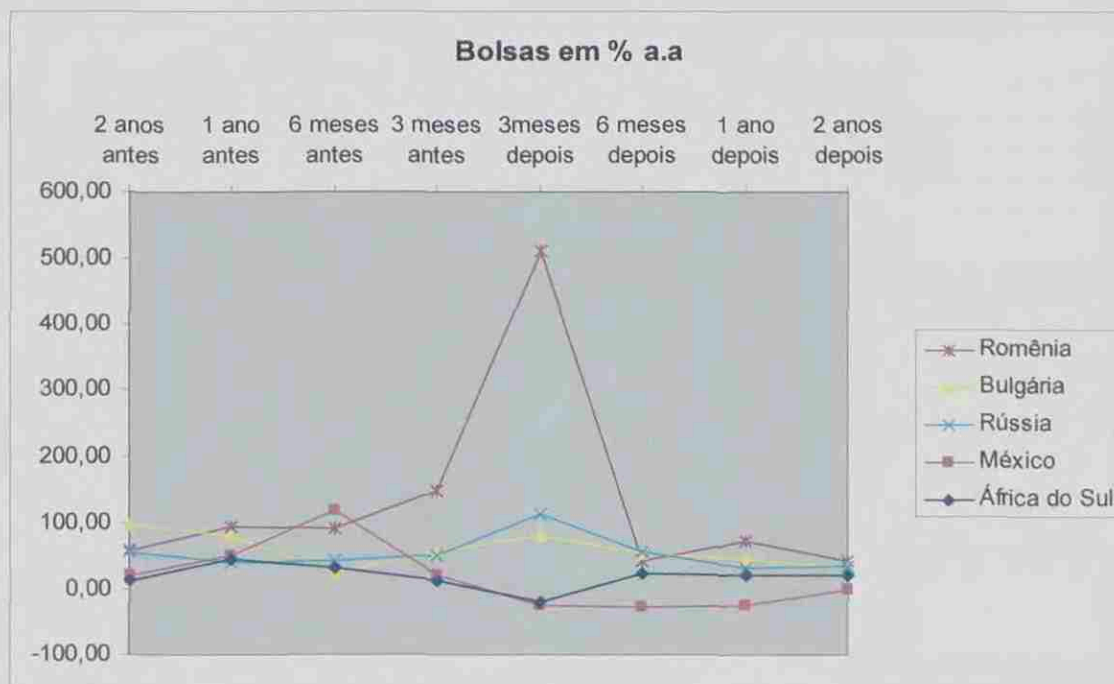
As bolsas de valores também tiveram um desempenho bastante interessante do ponto de vista econômico, como se pode ver no gráfico abaixo:

<sup>32</sup> Sobeet 2007

<sup>33</sup> idem



Gráfico 7 – Bolsas de valores outros países



Fonte: Ricardo Amorim/West LB

Na análise das bolsas de valores dos países observados, verificaram-se ondas de valorização caracteristicamente especulativa em alguns países, algumas anteriores a data de recebimento do grau de investimento, outras posteriores. A exemplo do que ocorreu com o Brasil, que na data do *upgrade* o IBOVESPA variou mais de 6% no dia, estes países também sofreram oscilações consideráveis em seus índices. A Romênia chegou a atingir valorização de 512,5%, nos primeiros três meses após o grau de investimento, o que ilustra a ansiedade dos mercados por este tipo de selo.

Com isso, a tese que existe de que o grau de investimento seria antecipado pelos mercados não se comprovou totalmente, visto que alguns países tiveram sua valorização concentrada nos períodos pós grau de investimento. Porém pode-se concluir que em virtude dos investidores tentarem antecipar estes movimentos e com isso auferir maiores rendimentos, o índice de especulação cresce nos períodos próximos ao grau de investimento. Este comportamento de mercado acaba sendo responsável pelo aumento da especulação, .

Como analisado acima, o grau de investimento tem impacto sobre os investimentos externos, aumentando seu fluxo após o grau de investimento, porém não há vestígios de que o mercado externo também consiga antecipar estas informações. A



Tunísia foi até o momento o único país que teve um desempenho negativo do fluxo de investimentos externos nos dois anos após obtenção do selo de investimento, obtendo uma redução significativa de 42%<sup>34</sup>. A experiência dos países selecionados é bastante rica para o estudo dos cenários da economia brasileira, como poderá se ver na próxima parte deste trabalho.

#### 4.2 Perspectivas para o Brasil após o Grau de Investimento

Receber o terceiro grau de investimento pela Moody's, implicaria no reconhecimento total da estabilidade alcançada pelo Brasil no atual cenário econômico. O interesse dos países pelo grau de investimento dá-se pela atratividade deste índice a investimentos externos, como já visto anteriormente. Muitos fundos de investimento e de pensão estrangeiros, possuem normativas que somente os permitem realizar investimentos externos, quando o título soberano em referência possui o grau de investimento. Alguns fundos exigem a condecoração por parte de no mínimo duas destas três agências, mas há também fundos que somente depositam seu capital nestes países quando possuem as três notas das agências. Logo, estas notas exercem influência direta sobre a situação político-econômica dos países.

Com as três agências ao seu lado, abrir-se-iam oportunidades ímpares para o Brasil, no que se refere à migração dos fundos de pensão estrangeiros. Com isso, passar-se-ia a usufruir de maior oferta de crédito e, conseqüentemente, aumentar-se-ia a liquidez dos títulos soberanos. Esta potencial vinda de recursos do exterior constitui um fator determinante para a continuidade do desenvolvimento brasileiro nos mesmos níveis auferidos nos últimos anos. O mercado de capitais, ao ser irrigado com estes recursos externos, proporciona a captação de recursos pelas empresas em patamares mais elevados, que terminam por incrementar o PIB nacional. Com o grau de investimento, as empresas passam a ter uma maior oferta de recursos para execução de seus projetos, melhorando tanto a oferta em termos agregados, como o custo de captação destes recursos. Os investidores, por sua vez, só têm a ganhar, visto que vão passar a ter um mercado esperadamente mais líquido que anteriormente.

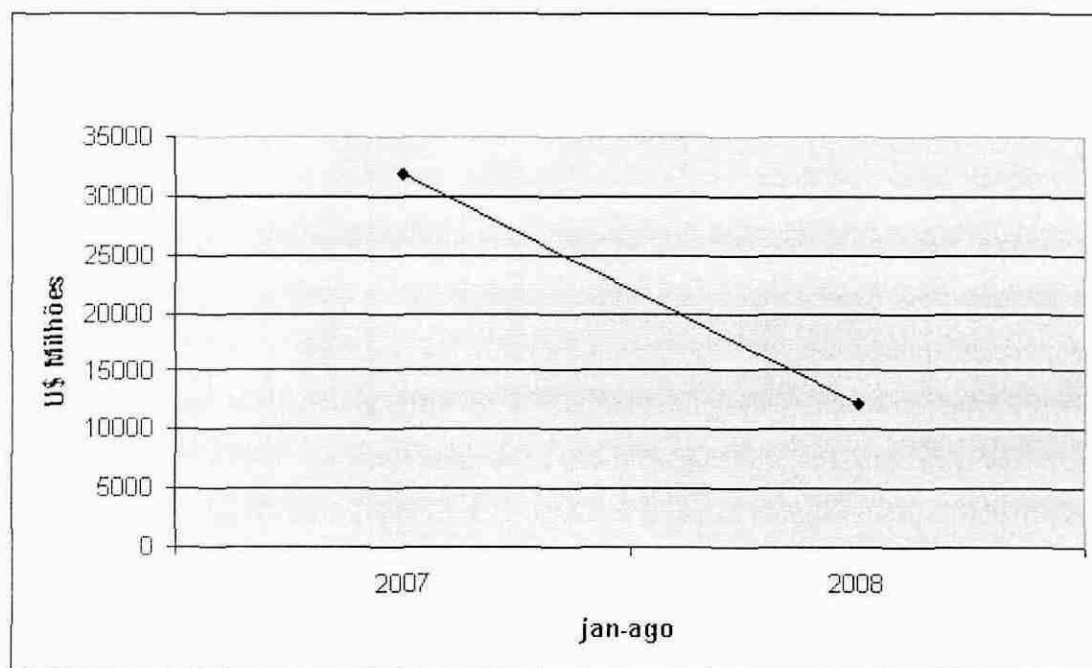
O IBOVESPA encerrou em alta considerável na data de concessão do grau de investimento pela S&P, fechando com 6,03% de valorização. Os investidores ao

---

<sup>34</sup> *Jornal Valor Econômico* 27/03/2008 [www.valor.com.br](http://www.valor.com.br)

receberem esta notícia correram para comprar papéis brasileiros, o que influenciou nesta reação do IBOVESPA. De certa maneira, esta valorização expressa o grau de expectativa do mercado com relação a interferência que este selo de confiança pode causar no mercado. Pouco tempo após esta notícia, o IBOVESPA deu início a uma trajetória de queda profunda, em resposta a crise de liquidez no cenário externo. Esta crise irá dizer bastante sobre a qualidade dos fundamentos da economia brasileira atual. Espera-se que o país receba mais capital externo, que venham para investir em empresas e conferir liquidez aos títulos da dívida, porém esta crise pegou a todos desprevenidos, tomando proporções não imaginadas. Por causa desta precipitação no cenário externo, além do IBOVESPA, os investimentos externos iniciaram uma ligeira reta de queda, após longo período de crescimento. Notar anexo 4, com gráfico do histórico do investimento direto estrangeiro.

Gráfico 8 – Investimento Estrangeiro Direto Brasil (jan - ago/07 – jan - ago/08)



Fonte: BCB

Conforme é demonstrado no gráfico acima, o investimento estrangeiro já apresenta redução no período de janeiro a agosto deste ano com relação ao mesmo período no ano passado. A causa desta mudança de direção do índice está ligada com a dimensão da crise atual, porém ainda é desconhecido o tamanho real desta crise que poderá ter grande impacto, não somente nas bolsas de valores, mas na economia real. Caso os Estados Unidos entrem em recessão e haja redução da demanda global, isto

poderia colocar freios na aceleração do crescimento brasileiro. O país possui hoje uma pauta exportadora bastante diversificada, o que aumenta as possibilidades do país ao enfrentar um choque de liquidez externa. Contudo, a redução da demanda por petróleo, por minérios de ferro com o desaquecimento global, já não é tão simplesmente contornável, exigindo medidas rigorosas para que se restabeleça o equilíbrio da economia. Ao criar-se os cenários, deve-se sempre considerar o cenário mais pessimista e não somente os cenários otimistas. Por isso, o desemprego, tanto nacional, quanto americano, deve ser acompanhado nos próximos tempos, os EUA são hoje o principal comprador do país e uma redução na sua demanda por produtos brasileiros causaria grande impacto no equilíbrio atual da economia.

O IBOVESPA também sofreu grandes perdas por causa da crise, o gráfico abaixo expressa o tamanho das baixas. Note que no anexo 5 está disponível o índice *Dow Jones* para que se possa estabelecer um comparativo das consequências da crise do cenário externo com o interno.

Gráfico 9 – IBOVESPA semanal (jan/2002-out/2008)



Fonte: Metastock 2008

De acordo com o estudo da Sobeet sobre o comportamento do investimento externo direto observado numa amostra de países, antes e após o grau de investimento, concluiu-se, conforme dados já apresentados acima, que no período pós-grau de investimento, os países obtiveram um incremento médio do fluxo de investimento externo direto de 238%. Esta pesquisa leva a uma expectativa de crescimento dos investimentos externos diretos, que devem considerar as conseqüências da crise em seu cenário.

Com relação ao comportamento esperado das bolsas de valores, considerando-se a amostra de dados também já apresentada acima, espera-se que se obtenha uma estabilização das oscilações. Os índices externos não apresentaram um padrão de comportamento com relação ao período anterior e posterior ao grau de investimento, somente apresentando uma ligeira valorização ao fim dos dois anos. Desta maneira, é esperada ainda, uma ligeira valorização do índice ao final de dois anos, próximo a 20%, conforme dados apresentados pelas bolsas de valores analisadas. Os investimentos externos em *portfólio*, ou seja, aqueles mais direcionados a especulação em bolsas de valores, também devem seguir a mesma tendência do investimento estrangeiro direto. Em 2007 os investimentos estrangeiros em carteira somavam US\$33,419 bilhões<sup>35</sup> no período de janeiro a agosto, porém no mesmo período do ano de 2008, os investimentos recuaram para US\$18,212 bilhões, uma queda de aproximados 55%. Estas quedas afetam diretamente o volume e a liquidez do mercado de capitais, indo em direção contrária ao que o grau de investimento pode trazer de melhor para a economia brasileira.

Entre os benefícios que o grau de investimento ainda pode trazer para o país, além do benefício maior de incluí-lo no rol de países seguros para investimento, o selo ainda atua no sentido de conferir ao investidor uma segurança quanto à permanência da estabilidade econômica. Com isso, as empresas e principalmente os bancos, sentem-se seguros para emitir financiamentos internos com prazos maiores de vigência. A redução da taxa de juros, bem como o fortalecimento de sua moeda, também são melhorias previstas para economias com grau de investimento, segundo o Jornal Valor econômico<sup>36</sup>.

Com isso, em referência a toda uma melhora nos fundamentos econômicos de um país que recebe o grau de investimento, também são esperadas elevações no PIB, apesar

<sup>35</sup> Site BCB – Boletim BC out/08- Quadros estatísticos.

<sup>36</sup> Jornal Valor Econômico..Investimento externo direto e de *portfólio* tendem a se ampliar. 02/05/2008

da experiência de alguns países demonstrar o contrário<sup>37</sup>. Alguns países tiveram pequeno crescimento após o grau de investimento, como é o caso do México. Contudo, conforme debate que veio sendo travado ao longo deste trabalho, um *rating* não confere nenhuma segurança de retorno aos investimentos, não provoca uma melhora imediata do custo de captação de recursos na economia e tampouco provoca melhoria da distribuição de renda, como comenta Lisa Schineller, analista de *rating* soberano da S&P<sup>38</sup>.

O grau de investimento não configura *per se* um condicionante do crescimento econômico, desta maneira, sobra ao governo a tarefa da administração destes recursos e dos projetos de investimento para que o grau de investimento se materialize em resultados positivos na conjuntura econômica e social do país. O grau de investimento abre grandes portas para o desenvolvimento da economia brasileira, porém em cenários de crise como este, deve-se esperar o pior, cabendo neste momento ao governo, grande atenção aos fundamentos de modo a superar esta fase sem maiores traumas. Ataques de rebaixamento, ou *downgrade*, podem surgir no horizonte desta crise, porém com os fundamentos econômicos que o Brasil apresenta atualmente, torna-se bastante previsível a passagem do país por esta etapa, de modo que possa dar continuidade no seu projeto de crescimento e usufruir das vantagens do tão esperado e agora alcançado, grau de investimento.

---

<sup>37</sup> Sobeet 2007

<sup>38</sup> Jornal Valor Econômico..Investimento externo direto e de *portfólio* tendem a se ampliar. 02/05/2008

## CAPÍTULO V

### 5. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

Os cenários que se colocam para o Brasil neste momento são bastante diversos. Em um primeiro momento, o Brasil recebeu o selo de confiança do mercado para investimentos no Brasil, o que *ceteris paribus* deve aumentar os IDE's no país, gerando este crescimento. Em segundo lugar, devemos considerar a crise americana que se alastra pelo globo, atacando e desestabilizando as economias soberanas. Muitos recursos retornaram aos EUA de forma a reduzir a falta de crédito sofrida pelas empresas em virtude da crise e como forma de proteção de seus investimentos. Aliás, o EUA ainda é o país com menor índice de risco da economia, o que compensa a baixa valorização dos ativos. O mesmo ocorre com o Brasil, que apesar de estar atravessando a crise com certa tranqüilidade, sofre as conseqüências de uma redução da liquidez externa na economia.

As saídas de divisas interferem diretamente sobre o valor da moeda que motivada por uma força de compra superior a de venda, termina por valorizar o dólar. Por questões de ordem maior o Banco Central age em alguns casos sobre a moeda, de modo a atenuar as discrepâncias do mercado e amenizar as variações de preço em um regime de câmbio flutuante e os comportamentos irracionais na economia. O Banco Central costuma despejar alguns milhões de dólares na economia em períodos de crise como este. As transações correntes da balança de pagamentos brasileira estiveram superavitárias nos últimos 5 anos, o que conferiu um crescimento de suas reservas internacionais de US\$ 37.652 em janeiro de 2003 para US\$ 195.283 em maio de 2008<sup>39</sup>, ultrapassando o valor da dívida externa.

O Brasil alcançou um estágio de desenvolvimento, onde conseguiu abarcar não somente o crescimento dos fundamentos econômicos, mas também indicadores sociais, como emprego e renda, configurando um período de crescimento sustentável obtido pelo país e que se manifestou na conquista do grau de investimento. A realização de um cenário otimista está condicionada a entrada de novos capitais na economia, que interfiram no aumento da oferta e qualidade de crédito da economia, bem como da liquidez dos mercados. O crescimento das reservas internacionais, a melhora do perfil da dívida e o controle da inflação, foram os desafios do passado, o desafio atual é o de manter a estabilidade de preços na economia e conseqüentemente do atual nível de

<sup>39</sup> Dados Banco Central do Brasil [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

*rating*, sem interromper o crescimento econômico, como afirmado pelo Ministro Guido Mantega em seu discurso na BOVESPA.

Contudo, a ocorrência de um cenário mais pessimista também é possível e implicaria na deterioração de alguns dados macroeconômicos, como taxa de juros, reservas internacionais e transações correntes, ocasionadas por uma saída de divisas em grande quantidade da economia. O futuro da economia brasileira está vinculado ao resultado desta crise, que já assusta a muitos na economia internacional.

Mauro Leos da Moody's afirmou que "todas as respostas dadas para enfrentar um choque trazem custos. No caso do Brasil, isso está se mostrando na forma de juros mais altos e expectativas de crescimento econômico menor em 2009<sup>40</sup>". Reverter um cenário de baixa liquidez externa é considerado tarefa de grande complexidade. Por isso, é de grande valia que o Brasil dê continuidade aos projetos de reforma internos e que com isso possa auferir maior controle sobre os gastos públicos, aumentando a eficiência fiscal do Estado. Espera-se que estas medidas possam dar conta da escalada da dívida pública, que tanto depreciou a avaliação do Brasil pela Moody's, e proporcionar ao Brasil novos crescimentos na escala de *rating*.

Como ainda faz pouco tempo da obtenção do grau de investimento, não é possível analisar comparativamente a trajetória brasileira com a de outros países. Contudo, fica como uma proposta futura, de continuidade deste trabalho, a análise dos dados brasileiros após completados dois anos como país com grau de investimento. Acredita-se que tal estudo viria a agregar valor ao debate sobre a interferência do grau de investimento sobre os países, podendo ainda contribuir para o contínuo desenvolvimento dos métodos de avaliação do risco soberano dos países. Desta maneira, fica esta sugestão como um interesse pessoal pela continuidade deste estudo no futuro.

---

<sup>40</sup> *O Estado de São Paulo* – Entrevista Crise faz bem ao Brasil, Moody's – 04/09/08.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bolsa de Mercadorias Futuros. **Pronunciamento do presidente Lula em Evento de Homenagem na Bovespa**. 2008. Disponível em -. [www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br).

BOVESPA 2008. Disponível em [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Dados Banco Central do Brasil. Disponível em [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

FITCH RATINGS. 2007. Disponível em <http://www.fitchratings.com.br>.

FRASCAROLI, Bruno Ferreira. SILVA, Luciano da Costa. FILHO, Osvaldo Cândido da Silva. **Classificação de ratings de risco soberano de países emergentes a partir de fundamentos macroeconômicos utilizando redes neurais artificiais**. Site Banco do Nordeste

HILL, Claire A. **Regulating the Rating Agencies**. Georgetown University Law Center. Working Paper N. 452022 Publicado na Washington University Law Quarterly, vol. 82 pag. 43, 2004

JORNAL VALOR ECONÔMICO – [www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)

Jornal *O Estado de São Paulo*, (*O Estado de São Paulo – Empresas trocam BNDES pela Bolsa*. 26/12/2007) - [www.folha.uol.com.br](http://www.folha.uol.com.br)

Jornal Valor Econômico. Investimento externo direto e de *portfólio* tendem a se ampliar. 02/05/2008

Mauro Leos da Moody's. **Entrevista Crise faz bem ao Brasil**. Jornal: O Estado de São Paulo. 04/09/08

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. Risco moral. Editora LTC, 2000.

Moodys 2008. Disponível em [www.moodys.com.br](http://www.moodys.com.br)

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

SOARES, Carla de A. F. **Da Possibilidade de Regulação das Agências de Rating no Brasil.** UFRJ. Julho 2005

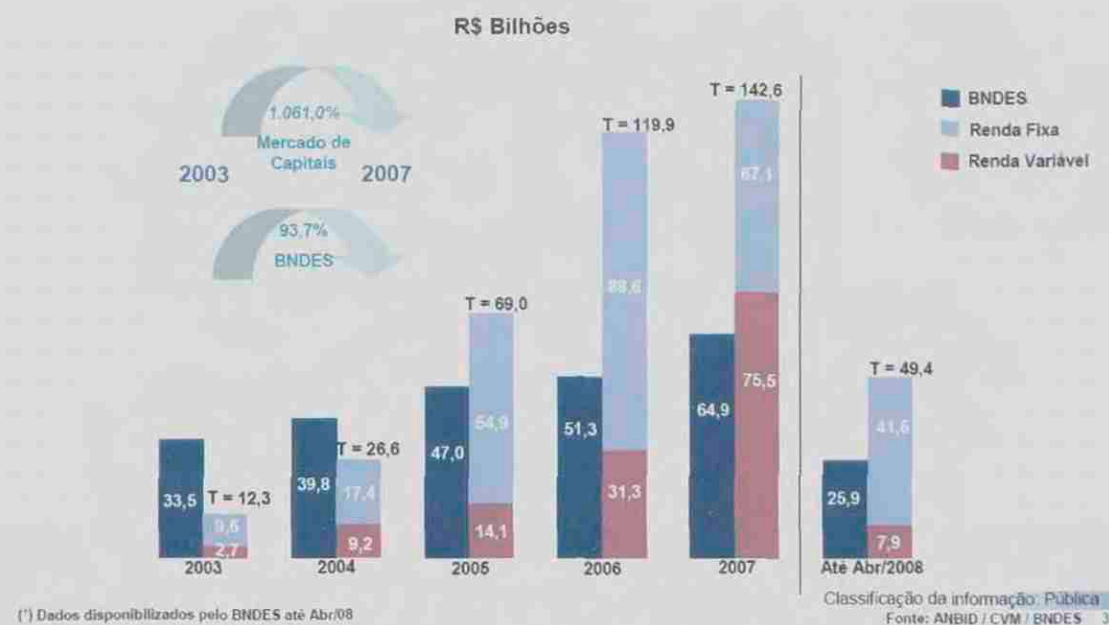
SOBEET – Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica. Boletim Sobeet ano VI nº 47. 2007

Standard & Poors – [www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com)

SCHEINKMAN, José Alexandre. **Seminário Anbid de Finanças Corporativas.** InfoMoney - 10/06/08

## ANEXOS

### Anexo 1 – Perfil de financiamento das empresas no mercado



### Anexo 2 – Legenda perspectivas de *rating*

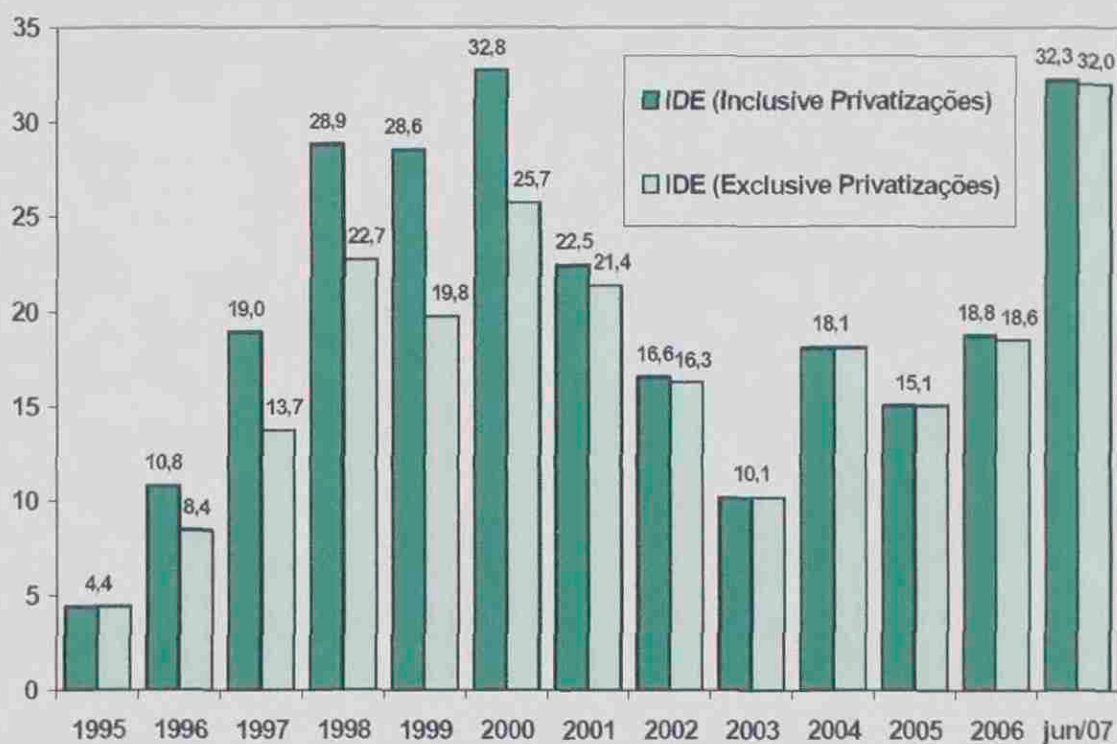
	Positiva	Negativa	Indefinida	Estável
PERSPECTIVA	⊕	⊖	⊙	⊛
OBSERVAÇÃO	▲	▼	◆	-

## Anexo 3 - Ratings Internacionais de Crédito de Curto Prazo

<b><u>Nota</u></b>	<b><u>Descrição</u></b>
<b>F1</b>	Melhor qualidade de crédito. Indica a mais forte capacidade de pagamento de compromissos financeiros no prazo esperado. Poderá ser acompanhado por um "+", denotando uma característica do seu perfil de crédito extremamente forte.
<b>F2</b>	Boa qualidade de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros, no prazo esperado, é satisfatória, mas a margem de segurança não é tão ampla quanto no caso dos ratings F1.
<b>F3</b>	Razoável qualidade de crédito. A capacidade de pagamento dos compromissos financeiros, no prazo esperado, é adequada. Entretanto, mudanças adversas, no curto prazo, podem resultar no rebaixamento do rating para uma categoria de não investimento.
<b>B</b>	Especulativo. Mínima capacidade de pagamento no prazo esperado de compromissos financeiros, além de apresentar vulnerabilidade a mudanças adversas, no curto prazo, nas condições econômicas ou financeiras.
<b>C</b>	Alto risco de inadimplência. A possibilidade de inadimplência é real. A capacidade de cumprir compromissos financeiros só se mantém em um ambiente de negócios e econômico favorável e sustentado.
<b>RD</b>	Indica uma entidade que deixou de efetuar os pagamentos devidos de algumas mas não todas
<b>D</b>	Indica um emissor ou país que deixou de cumprir com todas as suas obrigações financeiras.

Fonte: Site Fitch

# Anexo 4 – Histórico do Investimento Direto Estrangeiro



Fonte: Sobeet

# Anexo 5 – Dow Jones Industrial Average

